

諾亞研究

2020年11月6日

主題 | 螞蟻暫緩上市背後的監管思想變化

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

螞蟻集團暫緩上市是發行人及主承銷商，根據實際情況作出的決定，上交所尊重並支持。這些年，中國的監管思想主要體現在希望兼顧公眾和金融業利益的「先發展，再監管」，以及「摸著石頭過河」的做法，教訓主要來自於經驗不足以及「監管越少越好」思想的誤導。

螞蟻集團原定於11月5日在上交所和港交所的上市。但出乎大家意料的是，11月3日晚上，就在大家關注美國大選投票時，上交所宣佈螞蟻決定暫緩上市，港交所隨後跟進。原因是上市前發生的金融監管部門的聯合約談，及近期金融科技監管環境發生變化，可能導致公司不符合發行上市條件或者資訊披露要求，在可能對集團業務結構和盈利模式產生重大影響等情形下，上述決定的作出是對市場和投資者負責的做法。

值得指出的是螞蟻集團暫緩上市是發行人及主承銷商，根據實際情況作出的決定，上交所尊重並支持。

11月2日，銀保監會和央行出台了《網路小額貸款業務管理暫行辦法（徵求意見稿）》，有以下三條紅線是不能逾越的。第一，不能跨地區放貸。第二，互聯網運營平台和互聯網放貸平台的註冊地必須在同一省內。第三，網路放小貸自己必須出資30%，最高放4倍杠杆。新規下，螞蟻的估值會受到很大的衝擊。

消息傳出後到現在，阿里股價累計下跌8%，不過，阿里第二季度集團收入按年增長超過30%，主要由中國市場核心商業及雲計算業務的強勁收入增長所驅動。本季度，核心商業收入按年增長29%，中國零售商業收入按年增長26%；雲計算業務季度收入按年增長60%。我們認為螞蟻暫緩上市對阿里市值的影響應該是暫時的。

這幾天，對螞蟻商業模式和利潤來源進行深入剖析的文章層出不窮，但這些文章並不涉及到金融監管本身。

但是三位資深學者在央行主管的《金融時報》上分別發表了《對金融創新與監管的關係的幾點認識》，《大型互聯網企業進入金融領域的潛在風險與監管》，《在金融科技發展中需要思考和厘清的幾個問題》三篇非常有分量，觀點也得到大量實證分析支持的文章，則更加具體地提出了新的金融監管思路。而與第三篇文章同日出台的《網路小額貸款業務管理暫行辦法（徵求意見稿）》就體現了這些新的思路。

在經濟思想史上，Arthur Pigou在1938年提出了第一代監管理論，核心思想是企業壟斷或經濟外部性而產生的價格或者產量扭曲，無法通過市場這隻「看不見的手」來解決。於是，善意的政府為了公共利益，伸出「援助之手」，通過徵稅或補貼，規管等進行糾正。

這個基於「公共利益」的簡單想法很快得到推廣，政府的監管出現在我們生活中的各個角落。在金融領域，因為企業與投資者之間巨大的資訊不對稱，政府要求新股發行企業進行準確的資訊披露，並要求從業人員獲得資格認證。

然而，「芝加哥學派」橫空出世，「監管越少越好」被奉為圭臬。一開始，Ronald Coase 提出合同理論，認為經濟中存在各種扭曲，只要利益相關方之間存在清晰的產權以及較低的交易費用，絕大部分問題可以通過訂立合同來解決，根本不需要政府的介入和監管。

即使少部分問題無法通過完備的合同來解決，那麼也可以通過法院來解決。Coase 認為法官是客觀、公正、中立，而且具備充分的資訊進行裁決。無數研究發現這個假定並非事實。

Milton Friedman 認為市場競爭的力量就可以解決生活中衣食住行的安全和品質問題，因為相互競爭的企業會自行解決，不達目標企業會被市場自然淘汰。而經濟中的每個人，可以通過學習而變得極度聰明從而可以理性決策，不會在長期被市場誤導。政府只需為國防或治安而存在。Gary Becker 甚至認為器官移植市場都不應該被監管。可惜，他們都忘了單靠市場機制，解決不了黑社會和社會騷亂。

James Buchanan 則提出政府並不天然善良，官員有自己的私利，在制定公共政策時，未必照顧公眾利益，政府可能伸出「掠奪之手」。

George Stigler 提出了著名的「監管捕獲」理論，也就是被監管物件基於利益考慮，會賄賂與腐蝕監管層；監管層還會因為「旋轉門」等考慮而放鬆對特定企業的監管，同時限制潛在競爭對手進入，官員因此被「捕獲」。可惜的是，大眾因為缺乏知識，動力而無法監督官員。

這一理論預測，當一個行業發展遇到困難時，監管往往會放鬆，而當一個行業爆發醜聞時，或者盈利太多時，監管就會強化。

金融領域正是如此，1929 年，2000 年，2008 年金融危機之後，美國金融業迎來了新的監管法案，全球多次銀行危機之後，《巴塞爾協議》不斷升級強化。但是，在美國金融業受到歐洲的挑戰時，禁止混業經營的《格拉斯-斯蒂格爾法案》被廢除。在美國金融業抱怨監管成本太高之後，特朗普極力推動部分廢除《弗蘭克-多德法案》。

真正改變人們對「芝加哥學派」看法的是反復出現的經濟和金融危機。恰恰因為「人人理性」假設在金融市場幾乎不可能，金融機構就可以利用投資者的無知，衝動，情緒等快速發展自己的業務。如果投資者教育和監管都缺位，那麼金融風險就會不斷累積，直到爆發。

在中國，一些著名經濟學家主張放鬆監管，甚至提出金融從業人員不需要進行資格認證。「逐底競爭」、「劣幣驅逐良幣」現象不斷上演。

這些年，中國的監管思想主要體現在希望兼顧公眾和金融業利益的「先發展，再監管」，以及「摸著石頭過河」的做法，教訓主要來自於經驗不足以及「監管越少越好」思想的誤導。

當處理資訊不對稱，信用評估等新的金融科技出現後，「監管越少越好」的聲音就變得越來越強烈。但別忘了，2008 年金融危機爆發前，信用評級公司也號稱掌握了最前沿的評級技術，可以給各種複雜的資產抵押債券進行準確評級和定價。風險蔓延後，他們才發現使用的數學公式充滿缺陷。

進入 21 世紀，Andrei Shleifer 與合作者在建成挑戰正統「芝加哥學派」的新理論之後，提出了第三代監管理論。其出發點非常簡單：人們一方面深受第二代思想的影響，厭惡監管，但另一方面卻樂於接受生活中超出衣食住行範疇，越來越多的監管。換言之，基於第一代「公共利益」監管理論產生的大部分監管其實對大家有利。

新理論認為，監管不是越多越好，但監管是必要的。在各種現實局限下，「次優」的監管制度，應該由政府基於公眾利益來制定，同時由競爭性的私人機構來執行。這樣可以使得「次優」的成本最小化（或利益最大化），避開社會失序騷亂和政府「掠奪之手」。

以新股上市為例，註冊、資訊披露等一系列監管要求應該由政府來制定，但在具體執行，違規處罰上由證券交易所或者其他機構來做更好。

新理論認為，好的監管，不管宣稱的目標是什麼，實質必須降低金融業的欺詐和腐敗，並鼓勵競爭，而不是保護既得利益者。聽上去道理很簡單，但過去的實踐卻提供太多的反例。

以《多德-弗蘭克法案》為例，更加嚴格的監管要求使得企業合規成本大增，高達數百萬美元。聽上去合理，但中小金融企業難以負擔，實質是保護了大金融企業的利益，減少了競爭。

中國大型科技企業積極介入金融領域的做法，在美國都十分罕見。也許這樣的國際經驗不必照搬，可以嘗試突破。但不要忘了，在大資料時代，贏家通吃成為常態下，監管不應該放鬆而應該加強。別看經濟學家爭論不休，對「壟斷」弊端的認識卻是高度一致的。

因此，第三代監管理論特別強調如何設計好的監管。格外有意思的是，受其影響，年輕一代的芝大博士和教授，採取最新的方法例如隨機參照實驗，發表了一系列好的監管促進金融行業發展和鼓勵家庭投資的研究，併發現在金融領域減少監管帶來十分糟糕的案例。

以至於芝大有學者說：「非經濟學家看待監管的角度和 Pigou 是一樣的，只有我們經濟學家才來來回回折騰這麼久才回歸到常識。」

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。